

CARTA AOS ACIONISTAS - 2012

ATENÇÃO

Se você acredita que o mercado de ações teve um mau desempenho no ano de 2012, está enganado.

Se você acredita que investir é comprar algo com o único objetivo de vender mais caro para outra pessoa, também está enganado.

Se você acredita que o resultado da Nebraska até hoje é um bom resultado, desta vez está sendo precipitado.

(Esta página foi deixada intencionalmente em branco).

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Nebraska Capital, não devendo ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBID. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro, ou ainda do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimentos é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A Nebraska Capital não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.

Fevereiro 2013

Comentários Gerais

O ano de 2012 foi bastante interessante. Houve uma queda significativa do CDI, que pagou um rendimento de 8,4% nesse ano, comparado com 11,6% em 2011 e encerrou dezembro com uma taxa anualizada um pouco superior a 7%. Se levarmos em conta que a inflação foi parecida em ambos os anos (depende do índice utilizado – e qualquer índice nada mais é do que uma teoria, mas não é esse o assunto), temos um juro real praticamente nulo em ativos de baixo risco, ou até negativo se considerarmos a tributação sobre os investimentos – já que a parte do CDI que serve apenas para repor a inflação também é tributada.

Como já esperamos ter deixado claro, não somos macroeconomistas, e nem temos interesse em ouvir o que eles têm a dizer sobre o futuro, pois como já disse Warren Buffett, *“continuaremos a ignorar previsões políticas e econômicas nos nossos investimentos, pois acreditamos que elas são uma distração muito cara para investidores e empresários”*. No entanto, optamos por iniciar nossa carta falando sobre esse tema, pois achamos que ele tem um impacto no mercado financeiro que, no curto prazo, está interferindo na alocação de capital de muitos investidores e especuladores.

Cabe aqui explicar a diferença entre investimento e especulação: o primeiro decorre da análise (imperfeita como tudo o que diz respeito ao futuro) do valor econômico previsto de um ativo, seja ele qual for. Essa análise somente é possível se esse ativo produzir algum fluxo de caixa. Esse fluxo, com suas imprecisões, descontado a uma taxa (também imprecisa) para trazê-lo ao valor presente resulta em uma estimativa de valor para tal ativo. Especulação, por outro lado, é comprar algo com a única expectativa de que alguém, no futuro, pague mais por esse mesmo item, mesmo que não haja como calcular o valor desse objeto, ou que os cálculos feitos indiquem um retorno muito baixo através dos fluxos de caixa. Como já deixamos claro,

pertencemos ao primeiro grupo. Para maior entendimento sobre esse tema, recomendamos os livros “O Investidor Inteligente” de Benjamin Graham e, melhor ainda, o ótimo e raro “*Margin of Safety*” (sem tradução para o português) de Seth Klarman.

Mas afinal, por que toda essa introdução é importante? Porque investimento é relativo e não absoluto - quanto menor o custo de oportunidade (que para muitos é o CDI), maior o valor presente de um fluxo de caixa e, por conseguinte, maior o valor desse ativo.

Para exemplificar, imaginemos que o CDI seja de 8% com uma inflação embutida de 6%. Agora, há um imóvel que será alugado por R\$ 1.000,00 por mês e que corrige seu aluguel anualmente pela inflação como na maioria dos contratos no Brasil. Imaginando que a taxa de vacância desse imóvel seja zero, seu custo de manutenção suportado pelo inquilino e o aluguel realizado sem intermediários nem inadimplência, quanto vale esse imóvel? Com um CDI de 8%, podemos supor que se busque um de rendimento de 10% ao ano – um bom ganho acima do CDI para abrir mão da liquidez e da maior previsibilidade no curto prazo. Como o aluguel será reajustado em 6%, a exigência inicial é de um retorno de 4% ao ano. Assim, o aluguel de R\$ 1.000,00, assumindo as premissas acima, faria o imóvel valer R\$ 300 mil ($1.000 \times 12 \div 0,04$). Ao pagar esse preço, o rendimento do primeiro ano do investidor, obviamente, seria de 4% contra 8% do CDI, mas com o crescimento do aluguel através da inflação (que já está embutida nos 8% do CDI), o fluxo do aluguel subiria até se aproximar de 10%.

O cálculo acima é meramente ilustrativo e não considera eventuais efeitos tributários entre as alternativas de investimentos (que são muito importantes em uma avaliação e possivelmente fariam o imóvel “valer” ainda mais). Vale ressaltar que quando o juro real é muito baixo, o efeito demonstrado acima torna-se exponencial no valor dos ativos.

Com algum efeito desse raciocínio em prática em 2012, ações de empresas que têm fluxos de caixa mais previsíveis e, especialmente, de empresas que estão apresentando crescimentos vigorosos, e tenham uma boa relação com a inflação nas suas receitas, se valorizaram de forma muito rápida e acentuada. Exceção feita às empresas de energia elétrica (principalmente as de geração), pois os cálculos dos agentes que investiam em suas ações não contemplavam o fim dos fluxos de caixa no término das concessões.

Nós achamos esse raciocínio extremamente perigoso, especialmente quando um investimento como esse (com baixa taxa de retorno inicial) é feito de forma alavancada (financiado com dívida). Pois caso os juros subam (não sabemos o que ocorrerá, mas temos que pensar nas hipóteses), o valor do investimento cairá de forma dramática, incorrendo em uma perda permanente de capital por parte do investidor, algo bastante doloroso e de difícil recuperação.

Com isso, passou a se atribuir muito mais valor naquilo que um negócio pode gerar de resultados, do que naquilo que ele já provou ser capaz – ou seja, há um enorme desbalanceamento de atribuição de valor entre o futuro e o presente dos negócios, com muito mais ênfase no primeiro do que no segundo. Isso faz com que algumas ações sejam negociadas a 30, 40 ou 50 vezes a capacidade atual de geração de fluxos de caixa dessas empresas, o que leva a retornos iniciais de 2% a 3,33% ao ano. Para que um retorno de 2% ao ano se transforme em 10%, como no exemplo do imóvel acima, esse negócio precisa crescer sua geração de caixa 8% ao ano na perpetuidade, após todos os reinvestimentos. Acreditamos que pouquíssimos negócios possuam essa característica, mesmo que a inflação seja mesmo em torno de 6%. Agora, se os juros subirem, e estivermos procurando retornos, não mais de 10%, mas sim de 15%, esse mesmo negócio precisa crescer 13% ao ano na perpetuidade após os reinvestimentos – aí sim, estamos em um universo absurdamente restrito de empresas; mais ainda, acreditamos ser impossível prever quais são.

Portanto, ao se comprar ações de uma empresa que estejam sendo vendidas a preços como os citados, um investidor estaria correndo grandes riscos, tanto de o negócio não crescer no futuro distante com as altas taxas esperadas, como de a taxa de juros da economia subir, e o crescimento necessário do negócio ser ainda maior do que aquele já otimistamente calculado. Ainda pode-se especular com essa ação, acreditando que, mesmo que os fundamentos não justifiquem, aparecerá um novo comprador para a mesma, pagando um preço ainda mais alto (o que em inglês é denominado de *greater fool* – tolo ainda maior).

Acreditamos que esse efeito de pagar caro por um ativo, esperando (a) mais do que é plausível do mesmo; (b) que as taxas de juros fiquem baixas por muito tempo, e (c) que alguém compre esse ativo ainda mais caro; esteja, nesse momento (fevereiro de 2013), ocorrendo não apenas no mercado de ações. Acontece também nas empresas de capital fechado, fundos imobiliários, projetos de infraestrutura, etc. A história nos mostra que, normalmente, alguma decepção acontece quando esse tipo de expectativas toma conta das ações das pessoas de negócio, como foi no caso das empresas de internet nos Estados Unidos no final de década de 90, dos imóveis por lá há alguns anos, ou então na febre dos *IPO's* por aqui em 2006 e 2007.

Para nós, investir baseado em qualquer uma dessas três expectativas não faz sentido. Se somente estas opções de ações estiverem disponíveis, preferimos ficar sentados sem fazer nada (na verdade estudando), com nosso caixa alocado em CDI com liquidez imediata para quando as coisas mudarem – e elas mudam. E não temos problema nenhum em ficar sem fazer nada enquanto o preço das ações continue subindo de forma que, acreditamos, seja irracional, ou muito arriscado.

Esperamos que nossos acionistas cotistas entendam isso (temos convicção que sim), pois haverá momentos onde o desempenho do nosso fundo ficará bem abaixo daquele do “mercado”, quando esse estiver subindo demais pelos motivos

explicados acima. Citando mais uma vez Buffett:

“para um investidor, um preço muito alto de compra de uma ação de uma excelente empresa, pode anular os efeitos de uma década favorável de performance da mesma”.

O que também sabemos é que, eventualmente, o preço das ações de uma empresa refletirá seu valor intrínseco. Assim, como não sabemos quando esse momento ocorrerá (e para mantermos nossa “mente aberta”, não acreditamos que ninguém saiba), compramos pedaços de empresas (ações) quando o retorno que esperamos a partir desse preço de compra seja significativamente mais alto do que o CDI, mesmo que esse venha a subir consideravelmente em relação aos níveis atuais e que se mantenha alto por muito tempo.

Nós ficamos extremamente confortáveis em receber o retorno que os negócios nos quais nós investimos nos proporcionarão ao longo do tempo, mesmo que a bolsa de valores do Brasil fique fechada por alguns anos. Obviamente, não é esse nosso objetivo, e sabemos que, caso nossas análises estejam corretas, eventualmente o “mercado” vai atribuir valor maior aos fluxos de caixas desses negócios do que atualmente. Quando isso acontecer, venderemos essas ações, assim como já fizemos diversas vezes com outros negócios, aumentando a taxa de retorno esperada, comparativamente com a hipótese de ficarmos como investidores dessas companhias para sempre.

Nossos Investimentos ao final de 2012:

Empresa	Nº de Ações	Valor Investido	Proventos	Valor 31/12/2012	Carteira (%)
Itaú Unibanco	863.100	23.193.067	825.954	26.894.196	26,22%
Gerdau	1.245.300	16.590.432	311.709	19.190.073	18,71%
SulAmérica	506.700	7.370.792	83.228	8.968.590	8,75%
Santander	514.300	8.150.206	299.371	7.699.071	7,51%
Tempo Assist	2.132.700	7.697.513		7.699.047	7,51%
Cremer	566.500	7.778.673		7.324.845	7,14%
Randon	466.200	4.069.084		5.916.078	5,77%
Brasdesco ON	147.000	3.444.888	490.215	4.989.180	4,86%
Brasdesco PN	118.470	4.251.174	54.222	4.166.590	4,06%
Suzano	585.400	2.898.583		4.109.508	4,01%
Outros	31.400	291.908	1.953	308.583	0,30%
Subtotal		85.736.320	2.066.652	97.265.761	
Caixa e Equiv.				5.287.680	5,16%
Total				102.553.441	100,00%

* Valores expressos em R\$

Acreditamos não ter nada a acrescentar sobre nosso *portfolio*, além do que já explicamos na nossa carta anual de 2011 e no início desta. Faremos comentários mais aprofundados sobre esses negócios no nosso próximo encontro anual em Março.

Resultados até dezembro de 2012:

%	NEBRASKA CAPITAL FIA	CDI	IBOV	NBKA - CDI	NBKA - IBOV
2011*	8,30	3,83	7,18	4,47	1,12
2012	22,97	8,41	7,40	14,56	15,58
Desde o Início	33,18	12,57	15,11	20,61	18,07
Anualizado	23,97	9,28	11,13	14,69	12,84

* Desde 25/08/2011 – data de início do fundo. Nebraska Capital FIA apresenta rentabilidade após as taxas e custos, enquanto CDI e Ibovespa são apresentados de forma “bruta”. Ou seja, antes de taxas e custos para administrar. Todos são apresentados antes de eventuais impostos que o investidor tenha a recolher.

Mais uma vez nos referindo à nossa carta anual de 2011, ressaltamos que o resultado esperado do fundo é de uma valorização anual na cota de aproximadamente quatro pontos percentuais ao ano acima do CDI. Caso esse retorno não seja alcançado, precisamos (todos nós) iniciar uma busca por alguma forma melhor de remunerar o nosso capital. Assim, por coerência, reforçamos que 16 meses (período de existência do fundo) ainda é pouco tempo para qualquer conclusão.

Em relação ao ano de 2012, não achamos que o nosso desempenho tenha sido tão bom (apesar de não darmos muita importância para o

desempenho de um só ano, sendo ele bom ou ruim). A verdade é que, pelo efeito explicado no início dessa carta, o Ibovespa não representou bem o mercado acionário nesse ano. Isso porque o índice tem um peso muito grande de empresas de commodities e construtoras, cujos negócios têm muito mais incertezas em relação aos seus fluxos de caixa, e retornos dos seus capitais investidos, além de terem tido um ano mais difícil em média, assim como teve peso também a queda das ações do setor elétrico.

Em uma rápida pesquisa com 381 fundos de ações, 320 superaram o Ibovespa em 2012, ou 84% dos fundos, o que demonstra o que acabamos de afirmar. Como já dito no ano passado, “Consideramos um melhor desempenho cair 10% em um ano em que o mercado caia 20% do que subir 25% em um ano em que ele suba na mesma medida”.

Apesar dessa alta do mercado de ações em geral no ano de 2012, temos convicção de que a nossa carteira de investimentos trará um bom retorno a todos nós nos próximos 5 anos. Por isso aceitamos receber novos aportes dos nossos atuais investidores, como também alguns poucos novos (sempre com o mesmo critério) nesse início de 2013. Relembramos que a taxa de performance do fundo foi recebida pela gestora no início de Janeiro e todos tiveram que reinvestir ao menos 70% desse valor no mesmo *portfolio* que os demais cotistas (alguns de nós reinvestiram 100%).

Só que, como referido anteriormente, o retorno de uma ação é extremamente dependente do preço de aquisição da mesma (assim como o risco). Por isso, gostaríamos de reforçar que, quando fizemos aberturas de captação extraordinárias (vale apenas para quem já seja cotista), se possível, aproveitem. Nesse momento, como foi no último Maio, estaremos enxergando uma alta probabilidade de retornos ainda maiores do que a nossa expectativa normal (CDI + 4% ao ano). Ressaltamos que, obviamente, não temos como prever quando

haverá uma próxima abertura extraordinária e nem garantir que ela ocorrerá em 2013.

No final da carta de 2011, escrevemos: “aqui na Nebraska queremos errar apenas de novas maneiras!”. Para não decepcioná-los (levamos a sério nossos compromissos), fizemos exatamente isso. Na verdade, cometemos um erro em 2012 (pelo menos já descoberto), e descobrimos um de 2011 que ainda não sabíamos ao escrever a carta do ano passado.

O de 2011 foi o investimento em um banco médio. Fizemos naquele ano investimentos em 4 bancos, pois acreditávamos que o setor estava sofrendo pressões de curto prazo e que, em algum momento, o grande valor dessas instituições apareceria. Continuamos acreditando fortemente nessa ideia, mas erramos ao acessar o valor deste banco. Ao analisar o prospecto do seu IPO com maior cuidado, notamos um crescimento inadequado da carteira de crédito, aliado a pagamentos de dividendos bastante “generosos”. Conversamos com a gestão da empresa diversas vezes que insistia em colocar em efeitos macroeconômicos a responsabilidade por maus resultados e não no crescimento exagerado (e aparentemente desorganizado) da própria empresa. Refazendo nossos estudos percebemos que: a) erramos ao acessar o valor da empresa por não ter dado devida ênfase ao seu histórico antes de abrir o capital e b) que não poderíamos correr o risco de investir nosso árduo dinheiro em um banco em cuja administração não podíamos mais confiar. Como é o nosso processo, assim que percebemos nossa falha, revisamos nossa análise e nesse caso vendemos a posição independentemente do preço.

O erro de 2012 foi o que mais nos incomodou, e um tipo de erro que poucos comentam, já que não gerou prejuízo em reais, mas sim em custo de oportunidade: vender cedo demais. Vendemos ações de uma empresa que tinha um potencial bem maior do que aquele que tínhamos percebido, com boas vantagens competitivas,

capacidade ociosa, e que apenas tinha passado por um ano ruim em 2011. Já fizemos ajustes no nosso processo de investimentos para que esse tipo de erro ocorra com bem menos frequência. Falaremos com um pouco mais de detalhes sobre isso no encontro anual. Certamente aprendemos com esses erros, e esperamos apenas cometer outros diferentes daqui para frente. Como disse o grande Howard Marks: “Experiência é o que você obtém quando não conseguiu o que queria”.

Encontro Anual:

Nosso encontro anual está agendado para o mesmo local (prédio FK) no dia 22 de março às 08h30min. Mais uma vez ressaltamos que damos muito valor para esse momento e que contamos com a presença de todos nossos acionistas, pois é quando tratamos de nossos investimentos e perspectivas pessoalmente.

Mais uma vez agradecemos a confiança e esperamos continuar a merecê-la.

Nebraska Capital

Astir Brasil

Bruno Claudino

Gabriel Barbosa

Guilherme Partel

Leonardo Fração

Rafael Sá